



ישרם חברה להשקעות בע"מ

פעולת דירוג | יוני 2013

1

מחברים:

ענבל שלו, רו"ח - אנליסטית
inbals@midroog.co.il

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות
eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

ישרס חברה להשקעות בע"מ

| | | |
|------------------|----|---------------------|
| אופק דירוג: יציב | A2 | דירוג סדרות (Issue) |
|------------------|----|---------------------|

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A2 לסדרות האג"ח ה', ו', ז', יא' ו- יב' שבמחזור (להלן יחד: "הסדרות הקיימות"), אותן הנפיקה חברת ישרס חברה להשקעות בע"מ ("להלן: "ישרס" או "החברה") באופק דירוג יציב. כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להרחבת הסדרות הקיימות, בסכום של עד 155 מיליון ₪ ע.ג., אשר תשמש להשקעות, למחזור חוב ולפעילות השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 03.6.2013. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט סדרת האג"ח במחזור שנכללות בדירוג:

| סדרת אג"ח | מספר ני"ע | מועד ההנפקה המקורית | ריבית שנתית (נקובה %) | תנאי הצמדה | ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.03.2013 | יתרת שנות פירעון קרן האג"ח |
|-------------|-----------|---------------------|-----------------------|------------|--|----------------------------|
| ה' | 6130082 | מאי-05 | 4.35% | מדד | 171,181 | 2013-2014 |
| ו' | 6130124 | אפריל-11 | 4.80% | מדד | 182,031 | 2014-2017 |
| ז' | 6130132 | אפריל-11 | 4.90% | מק"מ + 3.1 | 130,765 | 2014-2015 |
| יא' | 6130165 | ינואר-13 | 7.20% | לא צמוד | 139,068 | 2015-2020 |
| יב' | 6130173 | פברואר-13 | 4.43% | מדד | 281,963 | 2013-2019 |
| סה"כ | | | | | 905,008 | |

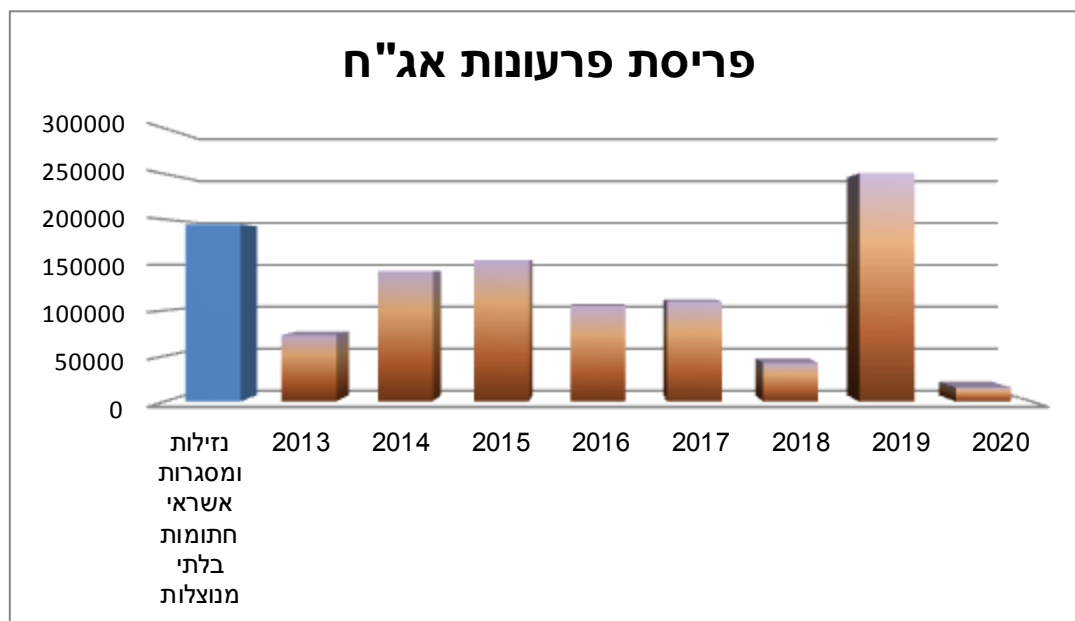
* אגח יב' היא סדרה מובטחת, בשעבוד מניות חברת הבת "עוגן נדל"ן".
* בחודש אפריל 2013 הוחלפו, בהצעת רכש חליפין שפרסמה החברה, כ- 31.5 מיליון ₪ ע.ג. מסדרה ה', תמורת כ- 23 מיליון ₪ ע.ג. מסדרה ו' וכ- 15 מיליון ₪ ע.ג. מסדרה יא'. כמו כן, בחודש מאי 2013, נפרעה מחצית מיתרת סדרה ה'.

הדירוג נתמך ביציבות בתחומי הפעילות העיקריים של החברה, הבאה לידי ביטוי בהרחבה ואיכלוס בהצלחה של מצבת הנכסים המניבים וצמיחת ה- וסו בשנים האחרונות, הצפויה להימשך. יציבות זו תורמת גם להיקף התזרים הפרמננטי ויחסי הכיסוי. התקדמות בפרויקטים ובמכירות בתחום מגזר המגורים תורמת משמעותית לרווח הגולמי (בשיעורי רווחיות סבירים לענף), וצפויה להביא להמשך הצגת יחסי כיסוי טובים בשנים הקרובות. יצוין שבשל תנאי הכרה בהכנסה בתחום המגורים, קיימת תנודתיות בהכנסות החברה, ובהתאמה ביחסי הכיסוי, למרות שלהערכת מידרוג הנ"ל צפויים לתאום לרמת הדירוג; גיוון מקורות ופעילות החברה, לרבות נכסים וקרקות הרשומים בספרים בשווי היסטורי, הנמוך משמעותית משווי הכלכלי, באופן התומך ביכולת שירות החוב ובהמשך פעילות החברה בעתיד; יחסי איתנות הולמים לרמת הדירוג; שיפור משמעותי בהיקף הפעילות ובתזרים הפרמננטי של החברות הבנות, עוגן והגנים הטכנולוגיים; מקורות התזרים הצפויים, היקף מסגרות



אשראי חתומות ולא מנוצלות, הנגישות לשוק ההון, הנראית בהנפקות החברה ונזילות החברה, יש בהם כדי לשרת את לוח הסיילוקין של החברה. רמת מינוף נמוכה למרבית הנכסים מוסיפה גם היא לגמישות הפיננסית, ותומכת במיחזור הלוואות בנקאיות, במידת הצורך.

להרחבת שיקולי הדירוג, ראו דוח פעולת הדירוג שפורסם בינואר 2013¹



¹ הדוח מפורסם באתר מידרוג בע"מ www.midroog.co.il

נתונים פיננסיים עיקריים – דוחות מאוחדים (אלפי ₪)

| 31.12.2011 | 31.03.2012 | 31.12.2012 | 31.03.2013 | נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪ |
|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------------------------|
| 548,958 | 289,357 | 800,514 | 115,989 | סה"כ הכנסות |
| 180,435 | 50,549 | 224,133 | 59,364 | NOI |
| 51,437 | 15,730 | 76,584 | 6,622 | רווח גולמי ממכירת מבנים וקרקעות |
| 231,230 | 66,367 | 287,470 | 66,322 | סה"כ רווח גולמי |
| 184,068 | 53,522 | 240,280 | 57,293 | EBITDA |
| 319,138 | -2,387 | 48,607 | 5,067 | שינוי בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה |
| 153,628 | 13,060 | 105,538 | 63,437 | רווח נקי |
| 2,435,071 | 2,415,490 | 2,590,389 | 2,595,985 | חוב פיננסי |
| 59,539 | 45,707 | 107,657 | 60,611 | יתרות נזילות |
| | | 75,353 | 168,698 | פקדונות כנגד הלוואות |
| 2,375,532 | 2,369,783 | 2,407,379 | 2,366,676 | חוב פיננסי נטו* |
| 4,016,970 | 4,014,649 | 4,256,304 | 4,341,819 | Cap |
| 3,957,431 | 3,968,942 | 4,073,294 | 4,112,510 | Cap נטו* |
| 1,280,068 | 1,293,128 | 1,347,359 | 1,421,466 | הון עצמי וזכויות מיעוט |
| 4,407,888 | 4,426,301 | 4,592,706 | 4,738,227 | סך מאזן בנטרול מקדמות |
| 29.0% | 29.2% | 29.3% | 30.0% | הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות |
| 60.6% | 60.2% | 60.9% | 59.8% | חוב ל-CAP |
| 60.0% | 59.7% | 59.1% | 57.5% | חוב נטו ל-CAP נטו |
| 49,362 | 24,542 | 105,385 | 23,114 | FFO |
| 49 | 25 | 25 | 28 | חוב ל- FFO בגילום שנתי |
| 48 | 24 | 23 | 26 | חוב נטו ל- FFO בגילום שנתי |
| 12.9 | 11.1 | 10.0 | 10.3 | חוב נטו ל-EBITDA בנטרול שערכים |
| 1.1 | 1.7 | 1.6 | הכנסות מימון | EBITDA/הוצאות מימון, נטו |

* בנטרול פקדון המיועד לפירעון הלוואות ומזומנים משועבדים לטובת חובות החברה

אופק הדירוג

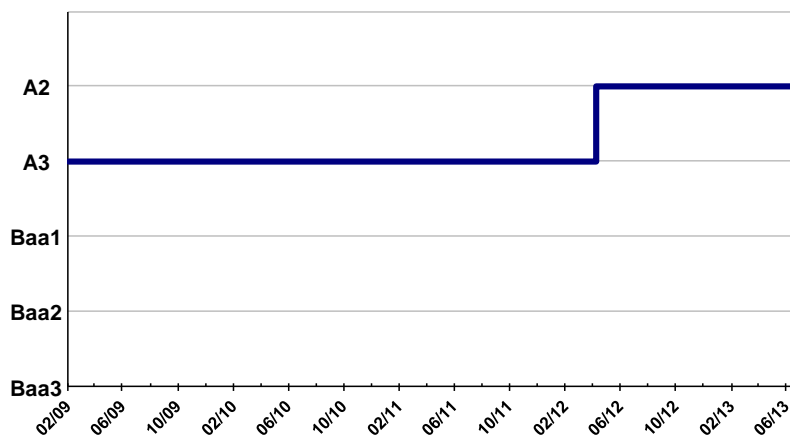
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג

- שיפור לאורך זמן ביחסי הכיסוי על ידי חיזוק התזרים הפרמננטי באופן מתמשך
- שיפור משמעותי ביחסי האיתנות והגמישות הפיננסית הנוכחית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית ובנזילותה של החברה
- הרעה משמעותית באיתנות הפיננסית
- הרעה ביחסי הכיסוי
- הרעה משמעותית במגזרי הפעילות העיקריים של החברה

היסטוריית דירוג



אודות החברה

ישרס חברה להשקעות בע"מ הינה מהחברות הציבוריות הוותיקות בישראל, תחומי פעילותה העיקריים הינם:

- נדל"ן מניב – ייזום, תכנון והקמת פרויקטים להשכרה בישראל, המיועדים לחברות בתעשיות עתירות ידע, למסחר ולשירותים וכן רכישה, פיתוח, ניהול והפעלת נכסים מניבים אחרים, לרבות בית דיור מוגן.
- נדל"ן למגורים ולמכירה – ייזום, פיתוח, הקמה ומכירה של פרויקטים בישראל, בעיקר לבנייה למגורים וכן למסחר ולמשרדים, בין היתר, באמצעות חברת רסקו. בנוסף, לקבוצה קרקע ברוסיה המוחזקת ע"י חברת אוסיף.
- תשתיות ובנייה – ביצוע עבודות קבלניות בתחום התשתיות והבנייה באמצעות א.ארנסון בע"מ, שהינה חברה בת של אוסיף.
- בעלי המניות העיקריים בחברה הינם חברת ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ, המוחזקת על ידי מר שלמה אייזנברג, מר אברהם גזונטהייט ויורשי שפיצר. בנוסף, למר אייזנברג החזקות עצמאיות בחברה.

מחקרים מתודולוגיים

[ניתוח חברות נדל"ן – דוח מתודולוגי](#) – אוגוסט 2009.

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוח קודם: ינואר 2013

תאריך דוח: 4 ביוני 2013

מונחים פיננסיים עיקריים

| | |
|--|---|
| הוצאות מימון מדוח רווח והפסד. | הוצאות ריבית Interest |
| הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים. | הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest |
| רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים. | רווח תפעולי EBIT |
| רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים. | רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA |
| רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים. | רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA |
| רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים. | רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR |
| סך נכסי החברה במאזן. | נכסים Assets |
| חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית. | חוב פיננסי Debt |
| חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר. | חוב פיננסי נטו Net Debt |
| חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן. | בסיס ההון Capitalization (CAP) |
| השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים. | השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex) |
| תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים. | מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO) |
| תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים. | תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation |
| מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות. | תזרים מזומנים פנוי* Retained Cash Flow (RCF) |
| תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים. | תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF) |

סולם דירוג התחייבויות

| | | |
|--|-----|-----------------------|
| התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי. | Aaa | דרגת השקעה |
| התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד. | Aa | |
| התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך. | A | |
| התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים. | Baa | דרגת השקעה ספקולטיבית |
| התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי. | Ba | |
| התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה. | B | |
| התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד. | Caa | |
| התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדין של קרן וריבית. | Ca | |
| התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדין קרן או ריבית. | C | |

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2013.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.